Tesla

(TSLA.O/TSLA US)

增加持股・維持

收盤價 October 21 (US$)	386.5
3 個月目標價 (US$)	401.1
12 個月目標價 (US$)	445.0
前次目標價 (US$)	440.0
調升 (%)	1.1
上漲空間 (%)	15.1

焦點內容

1. FSD 已然成為拉抬 EV 需求重要動能，目標數月內獲歐盟監管機關核准。
2. 管理層認為 Robotaxi 將成為 2H27 獲利的重要成分，但對 Optimus 交付時程趨保守。
3. 下修 2026 年 Capex 預估至 200 億美元；Terafab 相關支出 2027 年起將較為顯著。

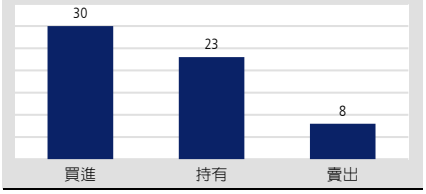
交易資料表

市值：(US$bn)	1,527.6
流通在外股數 (百萬股)：	3,541
機構持有比例 (%)：	44.9
3M 平均成交量 (百萬股)：	37.9
52 週股價 (低 \ 高) (US$):	297.4-498.8

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	3.3	(0.3)	(12.0)
相對表現 (%)	(0.1)	(8.9)	(27.7)

市場綜合評等

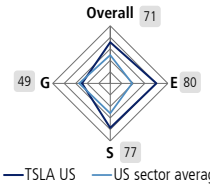
機構評等，家數



12M 機構目標價	最低	平均	最高
目標價 (美元)	25	409	600
潛在報酬 (%)	(93.6)	5.8	55.3

資料來源：Bloomberg

ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv、凱基

FSD 展望審慎樂觀，但 Optimus 進程略遞延

重要訊息

Tesla 公告 3Q26 財報，EV 銷量 48.7 萬輛，季增 1%，毛利率 19.6%優於市場預期 1.8ppts，受惠 EV 亞太區占比提高、能源業務關稅退款入帳，抵銷營業費用增加之財務影響；Non-GAAP EPS 0.48 美元略優於市場共識，FCF 則因 Capex 季減而轉正回到 15.3 億美元。股價盤後下跌約 3%。

評論及分析

預估 2026-27 年底 FSD 搭載率 19%、26%。亞太市場為支撐 3Q26 EV 銷量的重要動能，歐洲市場因低基期使銷量年增率加速，美國需求則自補貼退場的衰退復甦中。3Q26 FSD (Supervised) 訂閱數增至 174 萬，搭載率達 17% (2Q26 為 15%)，ARR 超過 10 億美元。管理層表示北美新車銷售在交車時搭配 FSD (Supervised) 訂閱比例已超過 75%，現目標數月內獲歐盟監管機關核准，並預期 FSD (Unsupervised) 有機會於 2Q27 實現。能源業務受惠 AI 資料中心需求強勁，訂單能見度已至 2027 年底。

Robotaxi 初期將以自有車隊為主；Optimus 進程略遞延。截至 3Q26 季底無人監督 Robotaxi 里程已達 200 萬英里，季增 8 倍，且 Cybercab 已於 9 月正式在 Austin 上線；管理層樂觀預估 Robotaxi 將成為公司 2027 年 (尤其 2H27) 獲利的重要成分。機器人部分，Optimus V3 已在 Fremont 投產，但 Musk 示警對外交付時間將延至 2027 年底，歸咎於零組件瓶頸、手部設計待優化、可靠度及預期使用壽命尚未達標等因素。

2026 年 Capex 下修至約 200 億美元。管理層仍重申未來將多線加大投入，包括 Optimus、Cybercab、Terafab、AI 算力、太陽能等；預期 2027 年起 Terafab 支出將顯著增加，但具體分攤金額尚未與 SpaceX 談妥。300 億美元融資緩解短期資金壓力，但長期仍須 FSD、Robotaxi、Optimus 等新業務帶來穩定現金流。Tesla 已著手研擬與 SpaceX 合併事宜，但由於牽涉兩家上市公司之股東權益且勢必面臨監管問題，凱基認為變數仍多。

投資建議

凱基上修 2026-28 年 EPS 預估至 1.73、2.29、3.23 美元。重申看好 Tesla 作為實體 AI 領先者的地位，但重申須關注現金流表現。維持「增加持股」評等，略上調 12 個月目標價至 445 美元，係以 SOTP 法針對其 EV、能源、Robotaxi、機器人、服務及其他分別給予評價。

投資風險

價格壓力抑制短期獲利能力；各國監管壓力導致 FSD 開放進度不如預期。

主要財務數據

	Dec-24A	Dec-25A	Dec-26F	Dec-27F	Dec-28F
營業收入 (US$百萬元)	97,690	94,827	108,262	120,683	140,937
營業毛利 (US$百萬元)	17,450	17,094	20,780	24,572	30,285
營業利益 (US$百萬元)	7,076	4,355	2,989	5,088	8,797
EBITDA (US$百萬元)	12,444	10,503	10,102	13,946	18,905
稅後淨利 (US$百萬元)	8,419	5,858	6,137	8,203	11,771
每股盈餘 (US$)	2.42	1.45	1.73	2.29	3.23
營收增長率 (%)	0.9	(2.9)	14.2	11.5	16.8
每股盈餘增長率 (%)	(22.6)	(40.0)	19.3	32.1	41.5
毛利率 (%)	17.9	18.0	19.2	20.4	21.5
營業利益率 (%)	7.2	4.6	2.8	4.2	6.2
EBITDA margin (%)	12.7	11.1	9.3	11.6	13.4
淨負債比 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	0.3	Net cash
股東權益報酬率 (%)	9.9	4.6	3.6	4.2	5.9

資料來源：公司資料；凱基

圖 1: 3Q26 財報與 4Q26 財測修正 vs. 市場共識

	3Q26							4Q26F						
百萬美元	實際數	凱基預估	差異 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)	修正後	修正前	調幅 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	28,046	27,054	3.7	(0.7)	(0.2)	28,132	(0.3)	29,593	29,290	1.0	5.5	18.8	28,713	3.1
毛利	5,494	4,752	15.6	15.6	8.7	5,005	9.8	5,815	5,340	8.9	5.8	16.1	5,191	12.0
營業利益	718	613	17.2	80.4	(55.8)	599	19.8	932	917	1.6	29.8	(33.9)	942	(1.1)
稅後淨利	1,697	1,392	21.9	47.2	21.7	1,549	9.6	1,834	1,652	11.0	8.1	31.6	1,692	8.4
每股盈餘 (美元)	0.48	0.39	22.0	47.1	21.2	0.44	9.4	0.51	0.46	11.1	7.2	30.4	0.47	9.3
毛利率 (%)	19.6	17.6	2.0 ppts	2.8 ppts	1.6 ppts	17.8	1.8 ppts	19.6	18.2	1.4 ppts	0.1 ppts	(0.5) ppts	18.1	1.6 ppts
營利率 (%)	2.6	2.3	0.3 ppts	1.2 ppts	(3.2) ppts	2.1	0.4 ppts	3.1	3.1	0.0 ppts	0.6 ppts	(2.5) ppts	3.3	(0.1) ppts
淨利率 (%)	6.1	5.1	0.9 ppts	2.0 ppts	1.1 ppts	5.5	0.5 ppts	6.2	5.6	0.6 ppts	0.1 ppts	0.6 ppts	5.9	0.3 ppts

資料來源：Bloomberg； 凱基

圖 2: 2026-28 年財測修正 vs. 市場共識

	2026F						2027F						2028F					
百萬美元	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	108,262	106,966	1.2	14.2	107,024	1.2	120,683	120,349	0.3	11.5	120,462	0.2	140,937	139,308	1.2	16.8	140,967	(0.0)
毛利	20,780	19,563	6.2	21.6	19,679	5.6	24,572	22,808	7.7	18.3	22,799	7.8	30,285	29,244	3.6	23.2	28,084	7.8
營業利益	2,989	2,869	4.2	(31.4)	3,359	(11.0)	5,088	5,021	1.3	70.2	5,855	(13.1)	8,797	9,749	(9.8)	72.9	9,803	(10.3)
稅後淨利	6,137	5,652	8.6	20.0	5,942	3.3	8,203	7,245	13.2	33.7	8,575	(4.3)	11,771	11,480	2.5	43.5	13,694	(14.0)
每股盈餘 (美元)	1.73	1.59	8.6	19.3	1.72	0.7	2.29	2.02	13.4	32.1	2.22	3.0	3.23	3.15	2.6	41.5	3.32	(2.5)
毛利率 (%)	19.2	18.3	0.9 ppts	1.2 ppts	18.4	0.8 ppts	20.4	19.0	1.4 ppts	1.2 ppts	18.9	1.4 ppts	21.5	21.0	0.5 ppts	1.1 ppts	19.9	1.6 ppts
營利率 (%)	2.8	2.7	0.1 ppts	(1.8) ppts	3.1	(0.4) ppts	4.2	4.2	0.0 ppts	1.5 ppts	4.9	(0.6) ppts	6.2	7.0	(0.8) ppts	2.0 ppts	7.0	(0.7) ppts
淨利率 (%)	5.7	5.3	0.4 ppts	0.3 ppts	5.6	0.1 ppts	6.8	6.0	0.8 ppts	1.1 ppts	7.1	(0.3) ppts	8.4	8.2	0.1 ppts	1.6 ppts	9.7	(1.4) ppts

資料來源：Bloomberg； 凱基

圖 3: 2026-28 年電動車銷量預估修正

	2026F				2027F				2028F			
輛	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)
合計銷量	1,828,721	1,807,199	1.2	11.8	1,971,615	1,971,615	0.0	7.8	2,165,100	2,164,100	0.0	9.8
Model S/X	23,591	22,296	5.8	(13.3)	0	0	-	(100.0)	0	0	-	-
Model 3/Y	1,787,892	1,769,655	1.0	12.8	1,955,000	1,955,000	0.0	9.3	2,105,000	2,105,000	0.0	7.7
Model 2	0	0	-	-	0	0	-	-	38,000	38,000	0.0	-
Cybertruck	17,198	15,198	13.2	0.0	16,000	16,000	0.0	(7.0)	16,000	16,000	0.0	0.0
Semi	40	50	(20.0)	-	530	530	0.0	1,225.0	1,000	1,000	0.0	88.7
Cybercab	0	0	-	-	0	50	(100.0)	-	50	4,000	(98.8)	-

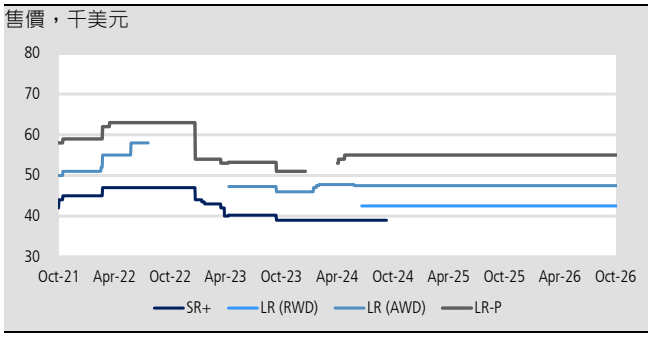
資料來源：凱基

圖 4: SOTP 法評價之假設基礎

	2030年營收預估 (百萬美元)	PSR	市值 (百萬美元)
汽車業務(扣除FSD)	95,665	4.5	430,494
FSD+Robotaxi	15,166	35	530,805
機器人相關業務	20,500	40	820,000
能源業務	25,601	7	179,210
其他	30,646	1	30,646
總和			**1,991,155**
折現率			9.0%
折現後市值(百萬美元)			1,640,195
在外流通股數(百萬股)			3,686
12個月目標價(美元)			**445**

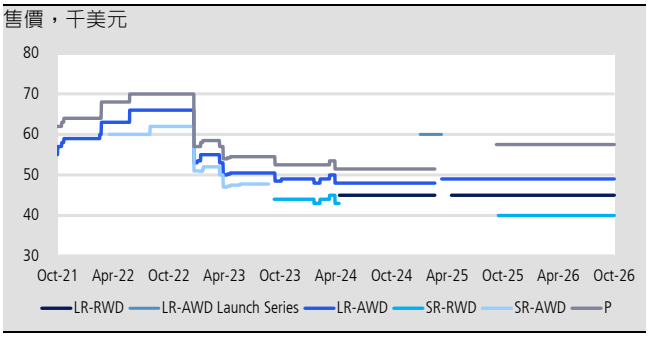
資料來源：凱基預估

圖 5: Model 3 各車型美國售價



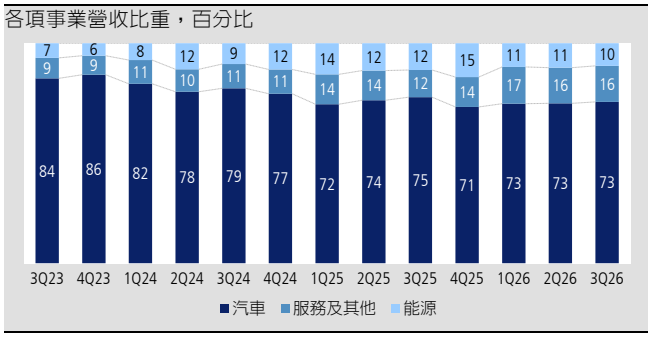
資料來源：公司資料；凱基

圖 6: Model Y 各車型於美國售價



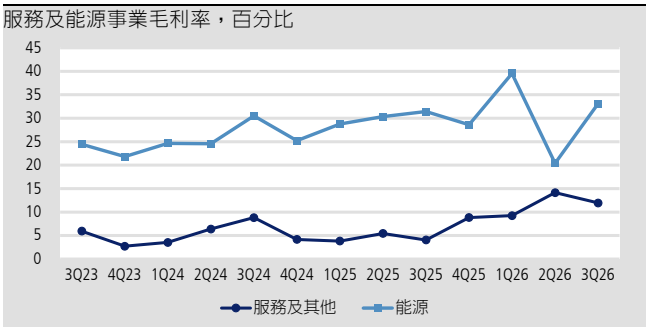
資料來源：公司資料；凱基

圖 7: 各項事業營收比重



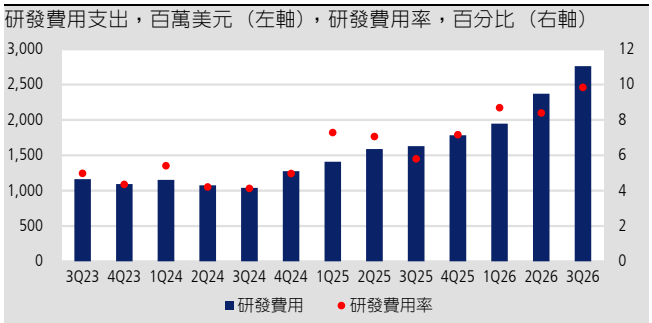
資料來源：公司資料；凱基

圖 8: 能源事業毛利率出現下降



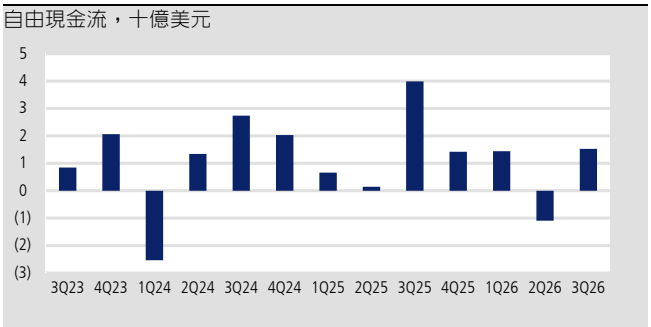
資料來源：公司資料；凱基

圖 9: 研發費用支出



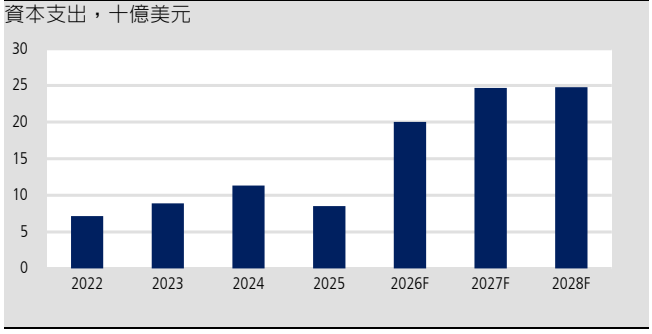
資料來源：公司資料；凱基

圖 10: 3Q26 自由現金流轉正



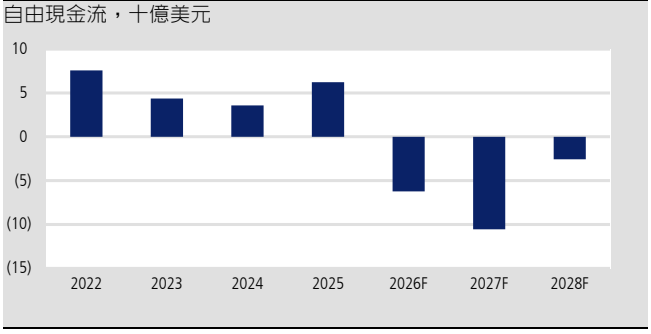
資料來源：公司資料；凱基

圖 11: 未來將進入高資本支出週期



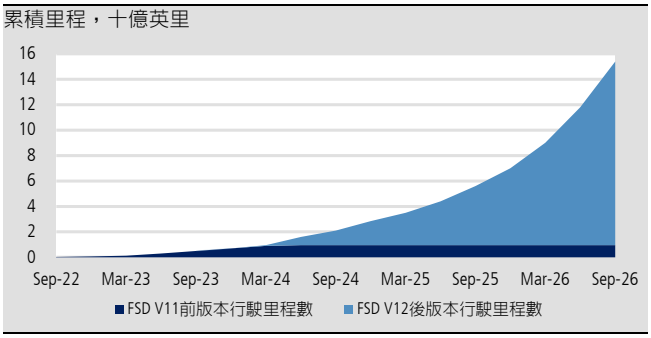
資料來源：公司資料；凱基

圖 12: 預計 2026 年自由現金流轉負



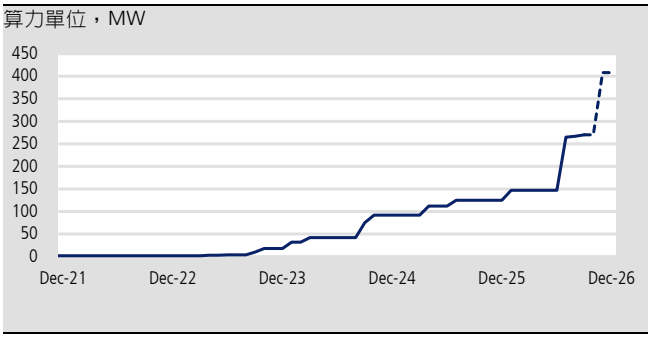
資料來源：公司資料；凱基

圖 13: FSD (Supervised) V12 版本後累積里程快速增加



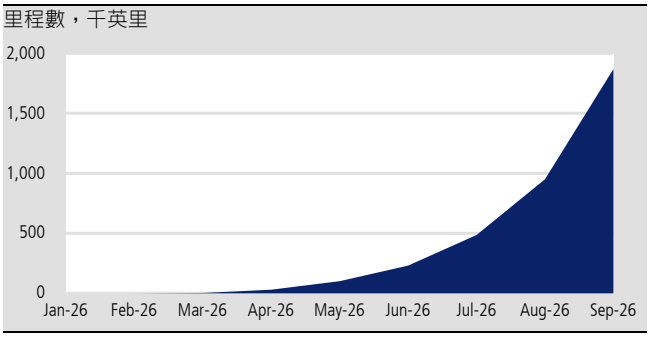
資料來源：公司資料；凱基

圖 14: Tesla SI 訓練算力擴充規劃



資料來源：公司資料；凱基

圖 15: 無監管 Robotaxi 累積行駛里程數



資料來源：公司資料；凱基

圖 16: 規劃中 Robotaxi 服務範圍

州別	城市	狀態
California	SF Bay Area	Safety Driver
	Austin	Ramping Unsupervised
Texas	Dellas	Ramping Unsupervised
	Houston	Ramping Unsupervised
Arizona	Phoenix	Preparations Underway
	Miami	Preparations Underway
Florida	Orlando	Preparations Underway
	Tampa	Preparations Underway
Nevada	Las Vegas	Preparations Underway

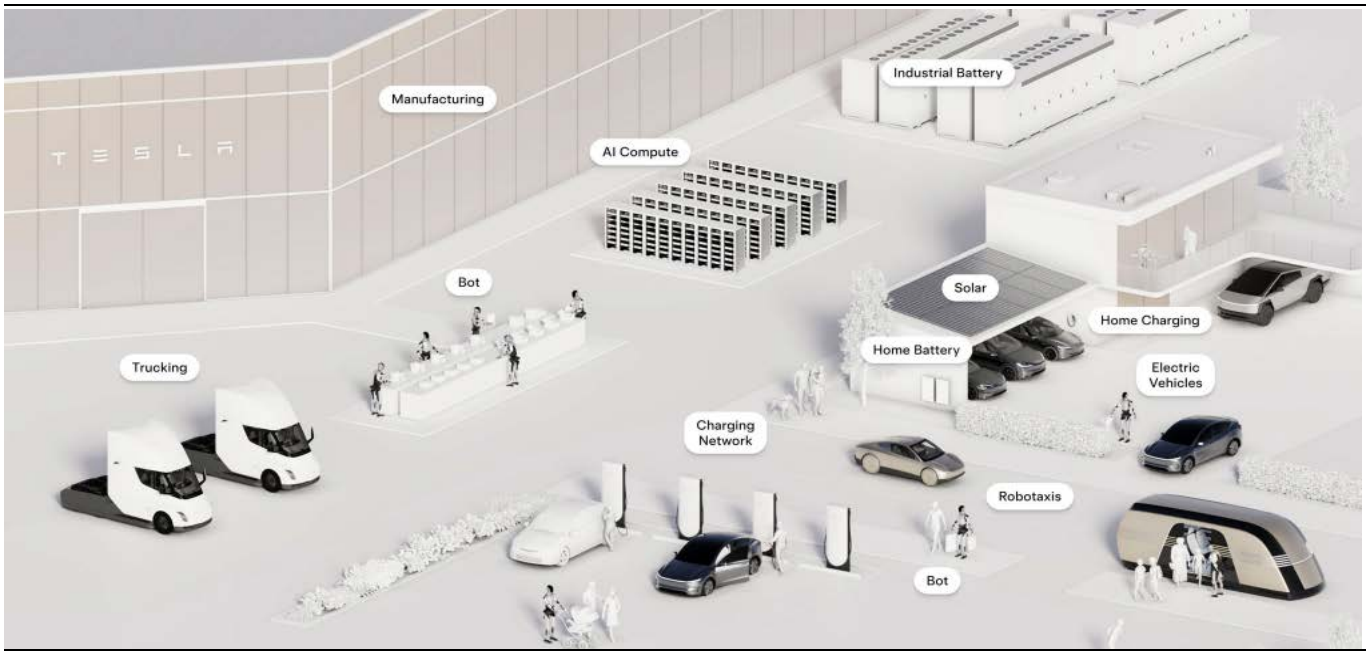
資料來源：公司資料；凱基

圖 17: 目前開放 FSD 之國家

區域	國家
美洲	美國、加拿大、墨西哥、波多黎各
亞太地區	中國、南韓、澳洲、紐西蘭
歐洲	荷蘭、立陶宛、愛沙尼亞、丹麥、比利時

資料來源：Tesla, 凱基

圖 18: Tesla 生態系 - 提供除了電動車之外更多服務及產品



資料來源：公司資料、凱基

圖 19: FSD (Supervised)行駛測試



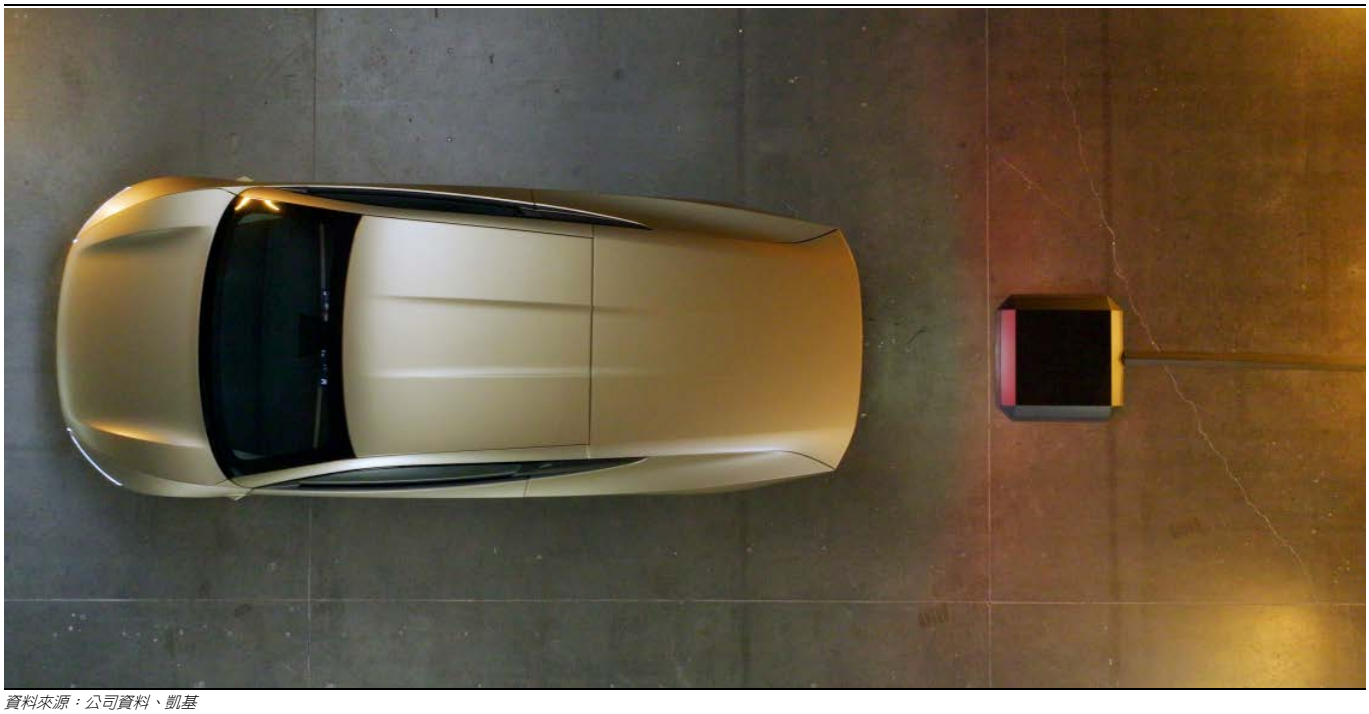
資料來源：公司資料、凱基

圖 20: Cybercab 採雙門鷗翼設計，且無配備方向盤、電門以及後擋風玻璃



資料來源：公司資料、凱基

圖 21: Cybercab 採用無線充電



資料來源：公司資料、凱基

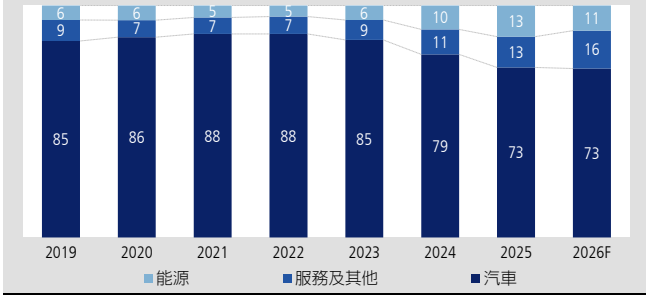
圖 22: 公司概況

Tesla 成立於 2003 年，原專注於電動車，2016 年 11 月藉收購 SolarCity (美) 而跨入太陽能事業。截至 2024 年，Tesla 為全球第二電動車廠，銷量 179 萬輛，市占率為 10%。Tesla 總部設於德州 Austin，其第一座超級工廠則位於加州 Fremont，於 2010 年開始營運。2019 年起開起全球擴張計畫，上海廠於 2020 年 1 月開始交車，柏林及德州廠分別於 2022 年 3 月、4 月開始交車。

資料來源：公司資料；凱基

圖 23: 事業別營收組成

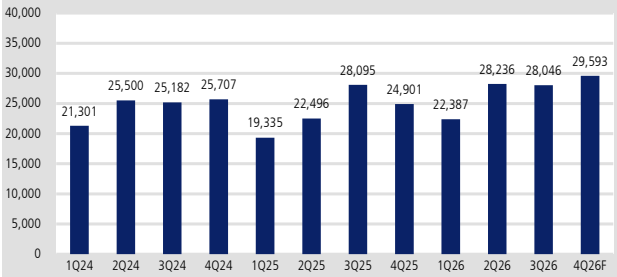
營收佔比，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 24: 季營收

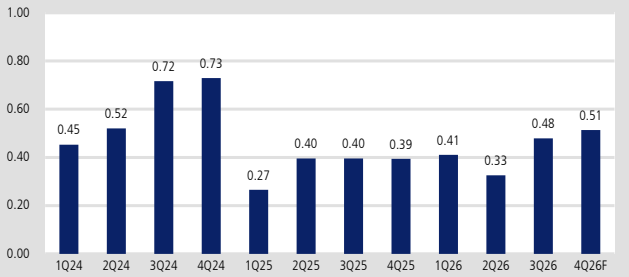
營收，百萬美元



資料來源：公司資料；凱基

圖 25: Non-GAAP EPS

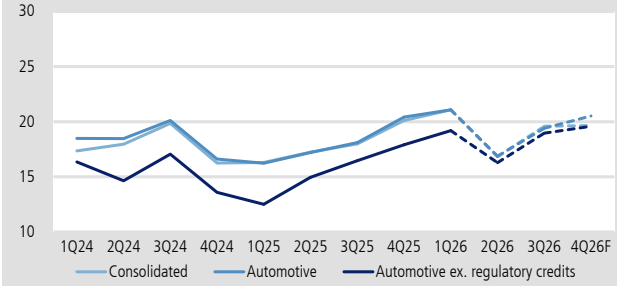
Non-GAAP EPS，美元



資料來源：公司資料；凱基

圖 26: GAAP 毛利率

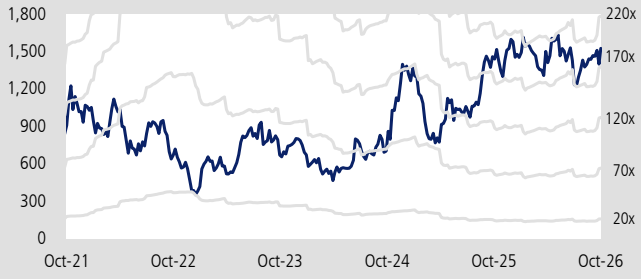
GAAP 毛利率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 27: 未來 12 個月預估本益比

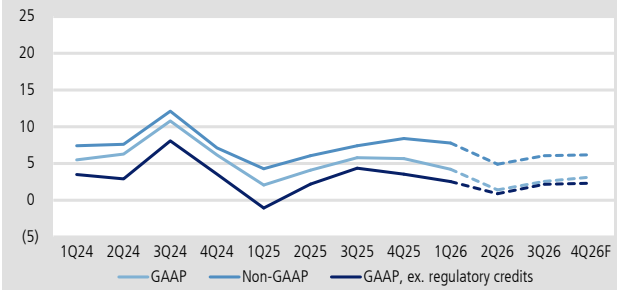
市值，十億美元(左軸)；本益比，倍(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 28: 營業利潤率

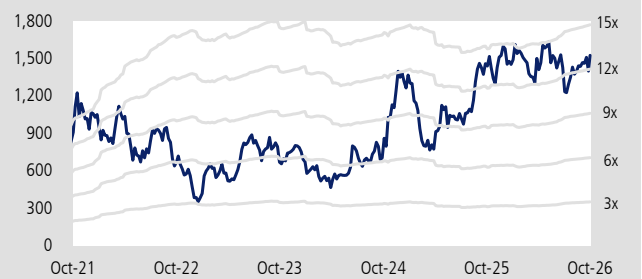
營業利潤率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 29: 未來 12 個月預估市價營收比

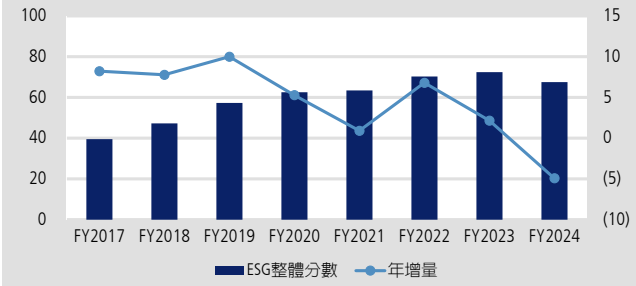
市值，十億美元(左軸)；市價營收比，倍(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 30: ESG 整體分數

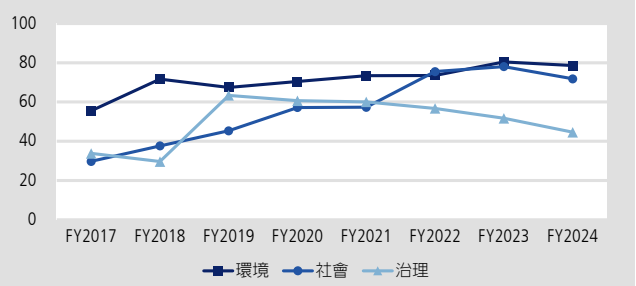
ESG 整體分數 (左軸)；年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 31: ESG 各項分數

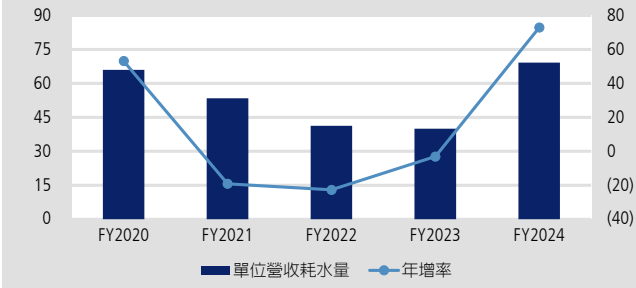
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 32: 耗水量

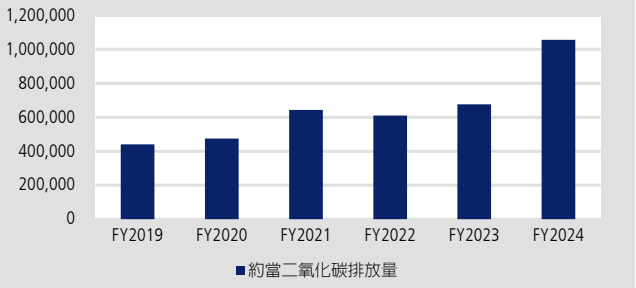
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 33: 碳排量

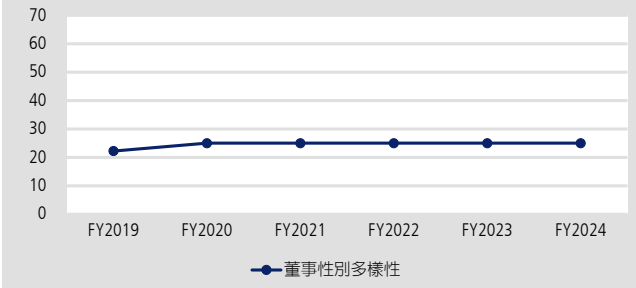
約當二氧化碳排放量，噸



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 34: 董事性別多樣性

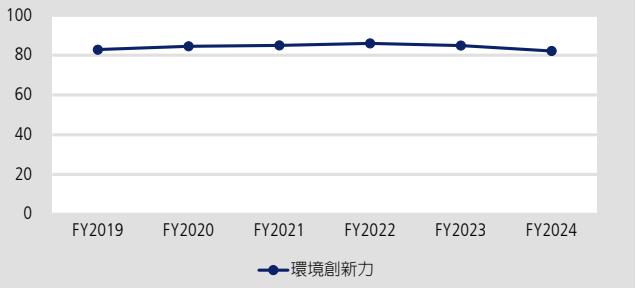
女性董事佔董事會比例，百分比



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 35: 環境創新

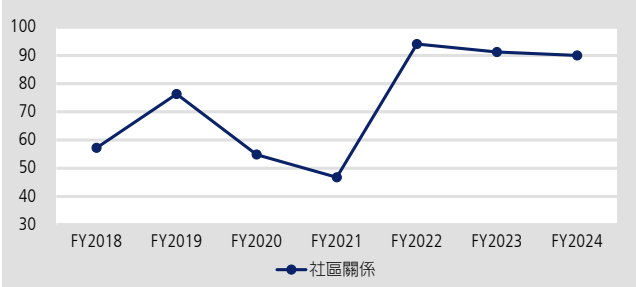
環境創新分數



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 36: 社區關係

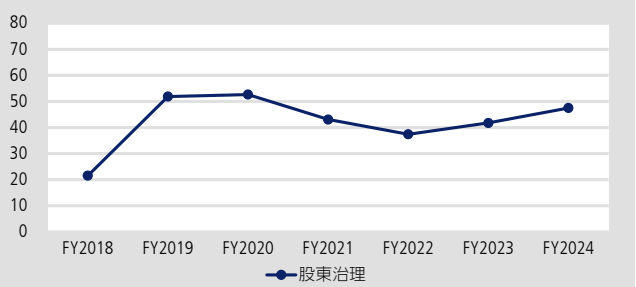
社區關係分數



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 37: 股東治理

股東治理分數



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

項目	定義
能源使用	直接與間接能源消耗總量(十億焦耳) - 公司運營範圍內消耗之能源總量 - 能源使用總量 = 直接能源消耗總量 + 間接能源消耗量 - 總能源使用量包括購買的能源、生產的能源 - 就公用事業而言，輸電/電網損耗為其業務活動之一部分，被視為總能源消耗，數據不包括為滿足能源使用而生產的電力（公用事業為出售而生產） - 就公用事業而言，用於能源生產的煤、天然氣或核能等原料不屬於「總能源使用」項下
購買之再生能源	Primary 再生能源購買總量(十億焦耳) - 公司各種來源之能源消耗量與購買的能源中屬於自然界可再生者（太陽能、風能、水能、生物質能、地熱能）之量 - 如無證據顯示再生能源由公司生產，則所報告的能源數據視為購買的再生能源
再生能源使用率	再生能源占總能源消耗量之比例
CO2 約當排放量	直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸) - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCS)、全氟化合物 (PFCS)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)
CO2 約當排放量營收比	直接 CO2 與 CO2 約當排放量（公噸）銷售（百萬元）比 - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCS)、全氟化合物 (PFCS)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)
廢棄物總量	廢棄物總量(公噸) - 總廢棄物 = 無害廢棄物 + 有害廢棄物 - 僅考慮固體廢棄物，但如液體廢棄物以公噸為單位呈報，則會將其加入求得包含液體廢棄物之總量 - 對於採礦、石油與天然氣等行業，tailings、廢石、煤、飛灰等廢棄物亦考慮在內
廢棄物回收率	公司呈報的廢棄物回收率 - 廢棄物回收率 = 廢棄物回收量/總廢棄物*100 - 廢棄物轉化為能源或經由廢棄物焚燒產生能源視為廢棄物回收 - 經由堆肥回收的廢棄物視為回收之廢棄物
總取水量	總取水量(立方公尺) - 由呈報組織直接或經水公司等中介機構從任何水源抽取的總水量 - 水井、城鎮/公用事業/市政用水、河水、地表水等不同之水源均予以考慮
環保支出	環保支出總金額 - 所有用於環境保護，或防止、減少、控制環境因素、影響、危害的投資與支出，亦包括處置、處理、衛生、清理支出
員工流動率	員工流動率 - 包括任何原因（自願或非自願）離開公司的員工，如辭職、退休、自然離職/死亡、醫療失能、冗員、裁員、重組、解僱、裁減或定期合約到期 - 員工流動率 =（離開之員工/平均員工人數）*100 - 平均員工人數 =（本年末員工人數 + 去年末員工人數）/2 - 本財年末員工數 =上個財年末員工數 + 新員工數 - 離開之員工數
女性經理	女性經理百分比 - 女性經理占公司經理的百分比 - 如有不同階層之百分比，如最高階、高階、中階、初階，則會考慮中階女性經理之百分比 - 女性經理百分比 = 女性經理人數/經理總數*100
女性員工	女性員工百分比 - 女性員工占公司員工總數的百分比 - 女性員工百分比 = 女性人數/員工總數*100
教育訓練總時數	所有員工教育訓練總時數 - 僅考慮員工教育訓練時數 - 包括一般員工所有類型的教育訓練（如健康與安全、環境、急難事件救援、技能與職業發展） - 如果數據以天為單位，則乘以 8，係假設 1 天 = 8 小時工作
每位員工教育訓練時數	平均每年每位員工總教育訓練時數
股東治理分數	衡量公司用以反收購工具的有效性
公司治理分數	衡量公司對最佳治理原則的承諾和有效性
產品責任分數	衡量公司生產優質產品和服務的能力，且產品是否將客戶的健康、安全、整合性和數據隱私進行綜合考量
社區關係分數	衡量公司對成為優良公民、保護公衆健康和尊重商業道德的承諾
勞動力分數	衡量公司在員工工作滿意度、健康、工作場所的安全、多樣性、平等以及員工發展機會方面的成效
資源使用指標	衡量公司在原物料、能源或水的使用效率，以及是否通過改進供應鏈來尋求更俱生態效率的解決方案

Tesla – 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2025-02-11	增加持股	438	351
2025-04-23	增加持股	361	238
2025-07-24	增加持股	355	333
2025-10-23	增加持股	490	439
2026-01-29	增加持股	490	431
2026-04-23	增加持股	468	388
2026-07-23	增加持股	440	374

資料來源：彭博；凱基

凱基證券集團據點

中國	上海	上海市靜安區南京西路 1601 號越洋國際廣場 1507 室 郵政編號：200040
台灣	台北	104 台北市明水路 700 號 電話 886.2.2181.8888 • 傳真 886.2.8501.1691
香港		香港灣仔港灣道十八號中環廣場四十一樓 電話 852.2878.6888 • 傳真 852.2878.6800
泰國	曼谷	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand 電話 66.2658.8888 • 傳真 66.2658.8014
新加坡		珊頓大道 4 號#13-01 新交所第二大廈 郵政編號：068807 電話 65.6202.1188 · 傳真 65.6534.4826
印尼		Sona Topas Tower Fl.11 Jl. Jend. Sudirman kav.26 JakartaSelatan 12920 Indonesia 電話 62 21 250 6337

股價說明

等級	定義
增加持股 (OP)	對個股持正面看法，預期個股未來十二個月的表現超越凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
持有 (N)	對個股持中性看法，預期個股未來十二個月的表現符合凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
降低持股 (U)	對個股持負面看法，預期個股未來十二個月的表現低於凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
未評等 (NR)	凱基證券集團未對該個股加以評等。
受法規限制未評等 (R)	受凱基證券集團內部政策和/或相關法令限制使凱基證券集團無法進行某些形式的資訊交流，其中包括提供評等給投資人參考。
	*總報酬 = (十二個月目標價-現價)/現價

免責聲明

上述為證監會持牌人，隸屬凱基證券亞洲有限公司從事相關受規管活動，其及／或其有聯繫者並無擁有上述有關建議股份，發行人及／或新上市申請人之財務權益。

部份凱基證券亞洲有限公司股票研究報告及盈利預測可透過 www.kgi.com.hk取閱。詳情請聯絡凱基客戶服務代表。本報告的資料及意見乃源於凱基證券亞洲有限公司的內部研究活動。本報告內的資料及意見，凱基證券亞洲有限公司不會就幷公正性、準確性、完整性及正確性作出任何申述或保證。本報告所載的資料及意見如有任何更改，本行幷不另行通知。本行概不就因任何使用本報告或其內容而產生的任何損失承擔任何責任。本報告亦不存有招攬或邀約購買或出售證券及/或參與任何投資活動的意圖。本報告只供備閱，幷不能在未經凱基證券亞洲有限公司書面同意下，擅自複印或發佈全部或部份內容。凱基集團成員公司或其聯屬人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯屬人。凱基集團成員公司、其聯屬人及其董事、高級職員及雇員可不時就本報告所涉及的任何證券持倉。